

Pregledni znanstveni rad / Review
UDK/UDC 336.76

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

Modern aspects of capital markets

Sažetak

Ovaj rad sistematizira suvremene promjene iz okruženja tržišta kapitala. Cilj je rada pregledno prikazati teorijska i empirijska istraživanja koja obrađuju promjene vlasništva i deuzajamnicizaciju burza, kontinuirane tehnološke inovacije, inicijative za promjenu i uklanjanje regulacije te rast konkurencije. U radu se primjenjuju deduktivno logička metoda te metode kompilacije, sinteze i klasifikacije. Analiza relevantnih istraživanja pokazala je da je transformacija vlasničke strukture jedan od ključnih pokretača promjena, s obzirom na to da su se burze od monopola pretvorile u konkurentna poduzeća. Tehnološke inovacije promijenile su trgovinske platforme burza i omogućile prevladavanje geografskih udaljenosti, olakšale međusobnu komunikaciju tržišta kapitala te izrazito smanjile transakcijske troškove, što je potaknulo razvoj konkurencije. Poticaj razvoju konkurencije pripisuje se i deregulaciji, samoregulaciji i, u slučaju tržišta kapitala zemalja članica Europske unije, harmonizaciji regulacije. Rezultati istraživanja pokazuju da su navedeni poticaji iz okoline svjetskih tržišta kapitala potaknuli promjene na tržištima kapitala te utjecali na njihovu orijentaciju prema međusobnom prekograničnom povezivanju.

Ključne riječi: tržišta kapitala, deuzajamnicizacija, konkurencija, regulacija

JEL klasifikacija: G15

Abstract

This paper summarizes modern aspects of the capital market environment. The aim is to provide an extensive overview of theoretical and empirical studies which analyse changes in the ownership and demutualisation of stock exchanges, ongoing technological innovations, initiatives for changing and eliminating regulation, and increase in competition. For this purpose, the author employs deductive-logical methodology, compilation, synthesis and classification. An analysis of the relevant research showed that transformation of ownership was one of the key drivers of the capital market environment, changing stock markets from monopolies to competitive companies. Technological innovations changed trading platforms and overcame geographical distances, eased communication and cut transaction costs, which encouraged the development of competition overall. Competitive forces have also been spurred by changes in regulation, in particular by deregulation, self-regulation and, in the case of EU capital markets, harmonisation of regulation. The results of the research showed that these modern aspects of capital markets have led to significant changes in the industry, and directed capital markets towards overseas mergers and cooperation.

Keywords: capital markets, demutualisation, competition, regulation

JEL classification: G15

Dr. sc. **Tajana Barbić**
Ekonomski institut, Zagreb
E-mail: tbarbic@eizg.hr

Tajana Barbić, PhD
The Institute of Economics, Zagreb
E-mail: tbarbic@eizg.hr

1. Uvod

Tržišta kapitala posebni su pravni subjekti koji nude usluge uvrštenja vrijednosnih papira i trgovanja njima, pritom opslužujući dvije skupine klijenata: poduzeća koja su uvrštena na tržište kapitala i posrednike u procesu trgovanja. Tradicionalne burze bile su organizirane kao javni subjekti (europske burze) ili kao privatne strukture duboko regulirane javnim pravilima (anglosaksonske burze). U oba slučaja trgovanje je bilo ekskluzivno pravo ograničenog broja članova koji su zauzvrat plaćali članarine. Naime, trgovanje na takvim tržištima bilo je zaštićeno popratnom regulacijom, što je u pravilu dovodilo do stvaranja regionalnih ili nacionalnih monopola. Monopolska pozicija na tržištu bila je posebno izražena kod tradicionalnih azijskih i europskih tržišta kapitala zbog posebnosti prirode njihove temeljne aktivnosti koja je poprilično nalikovala javnom dobru (Di Noia, 1998.). Dodatno objašnjenje monopolske pozicije burze valja pronaći u činjenici da su članovi burze, koji su istodobno i njezini vlasnici, djelovali kao posrednici u burzovnim transakcijama, ostvarujući na taj način monopolske prinose (Domowitz i Steil, 1999.). Štoviše, Pirong (1999.) ističe da je neprofitna uzajamna organizacija burze jamčila zadržavanje monopolskih moći i iskorištavanje monopolskih renta. Istodobno, menadžment takvog poduzeća nije imao za cilj maksimalizirati vrijednost poduzeća (Di Noia, 1998.).

Iako je temeljna ideja tržišta kapitala ostala ista, valja naglasiti da se poslovna okolina u kojoj djeluju tržišta kapitala znatno promijenila u nekoliko posljednjih desetljeća. U skladu s tim, teorijska i empirijska istraživanja tržišta kapitala uglavnom su se usmjerila prema suvremenim aspektima tržišta kapitala koja ih potiču na promjene. Suvremeni izazovi iz poslovne okoline obuhvaćaju globalizaciju i integraciju tržišta kapitala, kontinuirane tehnološke inovacije, inicijative za uklanjanje regulacije te rast konkurencije (Hasan i Schmiedel, 2004.). U ovom radu izdvojeni su promjena strukture vlasništva, tehnološke promjene, rast konkurencije, regulatorne promjene i rastuća integracija kao ključni čimbenici koji su potaknuli preokoezanska i europska povezivanja tržišta kapitala.

Transformacijom vlasničke strukture europske burze pretvorile su se od monopola u konkurentna poduzeća (Di Noia, 1998.). Napredak u informacij-

skoj i telekomunikacijskoj tehnologiji znatno je promijenio trgovinske platforme burza zbog pojave daljinskog članstva, elektroničke knjige naloga, alternativnih trgovinskih sustava te internalizacije naloga od strane financijskih posrednika. Tehnološke inovacije omogućile su tržištima kapitala prevladavanje geografskih udaljenosti i olakšale komunikaciju te izrazito smanjile transakcijske troškove. Osim prelaska s neprofitnih organizacija na dionička društva i tehnoloških inovacija, ovaj rad adresirat će i razvoj konkurencije na nekadašnjem gotovo monopolskom tržištu, koja se javlja kao logična posljedica profitne orijentacije suvremenih tržišta kapitala. Uz vlasništvo, obrađuju se i ostali poticaji konkurenciji te mehanizmi koji omogućuju tržištima kapitala konkurentsku borbu. Rastom konkurencije pojavljuju se i novi konkurenti na tržištu koji su u poziciji preuzeti poslovanje tradicionalnih tržišta kapitala poput automatskih sustava trgovanja, trgovanja velikim paketima dionica, elektroničke komunikacijske mreže, multilateralne jedinice trgovanja i slično. U kontekstu pojave novih konkurenata raspravlja se o kompetitivnoj prednosti tržišta kapitala u novom tržišnom okruženju. Dodatni su izvor konkurencije i posrednici čija se tradicionalna uloga redefinira.

Dolazi do internalizacije koja financijskim posrednicima omogućuje da izravno udovolje zahtjevima svojih klijenata, izbjegavajući pritom tržišta kapitala i spomenute suvremene automatske modele trgovanja. Poticaj razvoju konkurencije među burzama svakako se pripisuje deregulaciji, samoregulaciji i, u slučaju tržišta kapitala zemalja članica Europske unije, harmonizaciji regulacije. Neka od tržišta kapitala dobila su mogućnost samoregulacije jer su se javna nadzorna tijela smatrala preprekom rastućoj konkurenciji (Cybo-Ottone i suradnici, 2000.). Tržišta kapitala na području Europske unije izložena su harmonizaciji regulacije, koja u konačnici dovodi u pitanje opstanak malih burza jer se njihovo djelovanje temelji na potpuno drugačijem regulatornom principu koji je upravo zbog jedinstvenosti jamčio opstanak burze na vlastitom tržištu (De Smidt i Van Rietbergen, 2002.).

Prilikom obrade relevantnih teorijskih i empirijskih spoznaja o suvremenim obilježjima tržišta kapitala primjenjuju se deduktivno logička metoda te metode kompilacije, analize i sinteze. U sistematizaciji

suvremenih aspekata tržišta kapitala primjenjuju se metode klasifikacije, generalizacije i deskripcije.

Valja naglasiti da navedene suvremene promjene iz okruženja tržišta kapitala utječu na ulagače, posrednike i trgovinske platforme burza, ali i na buduću smjer razvoja tržišta kapitala. Detaljni aspekti utjecaja promjene strukture vlasništva, porasta konkurencije, napretka tehnologije, posljedičnog redefiniranja uloge financijskih posrednika i promjene regulacije poslovanja opisani su u nastavku teksta. Promjene vlasništva, tehnološke promjene i rast konkurencije obrađeni su u zasebnom poglavlju koje analizira promjene poslovnih aspekata tržišta kapitala. U nastavku su analizirani regulatorni aspekti suvremenih tržišta kapitala te su navedena zaključna razmatranja.

2. Promjene poslovnih aspekata burza

2.1. Promjene vlasništva

Razlika između burze i ostalih poduzeća proizlazi iz otežane definicije industrije kojoj burze pripadaju, ali i njihovih ciljanih tržišta, što u konačnici vodi do različite strukture vlasništva (Di Noia, 1998.). U slučaju burza moguće je da su neki od klijenata ujedno i dio vlasničke strukture što je usko povezano s činjenicom da su burze u državnom vlasništvu ili vlasništvu članova od početka 1990-ih masovno pretvarane u profitno orijentirane burze čije su dionice nerijetko uvrštene na tržišta kapitala.

Deuzajamnizacija je termin kojim se u relevantnoj literaturi opisuje proces transformacije vlasništva burza. Točnije, tim terminom označava se pretvorba poduzeća u uzajamnom vlasništvu male privilegirane skupine članova u dioničko društvo. Članovi (brokери i/ili dileri) uzajamnog neprofitnog društva s mjestima na burzi istodobno su i vlasnici s glasačkim pravima koja proizlaze iz vlasništva. Suprotno, deuzajamnizirana burza je poduzeće u vlasništvu svojih dioničara, čime se odvaja pravo trgovanja od vlasništva (Aggarwal, 2002.). Deuzajamnizirane burze imaju mogućnost ostati u privatnom vlasništvu ili uvrstiti vlastite dionice na burzu i ukloniti sve restrikcije.

Proces izlaska na burzu Ramos (2003.) naziva samouvrštenjem. S procesom deuzajamnizacije prva je započela burza u Stockholmu 1993. godine, a

slijedile su je burze u Helsinkiju (1995.), Kopenhagu (1996.) te 1997. godine burza u Amsterdamu (Aggarwal, 2002.). U nekim slučajevima deuzajamnizirane burze poduzele su sljedeći korak uvrstavajući vlastite dionice na burzu. Londonska burza pretvorena je u profitno dioničko društvo u 2000. godini, a 20. srpnja iduće godine uvrstila je dionice na burzu. Dinamika deuzajamnizacije i uvrštenja na burzu ostalih važnijih europskih i svjetskih burza prikazana je u tablici 1. Valja primijetiti da je NYSE proveo deuzajamnizaciju u ožujku 2006. godine pod pritiskom domaćih konkurenata (primjerice, NASDAQ i Automatski sustavi trgovanja kojima je *Securities Exchange Commission* - SEC znatno olakšao pristup tradicionalnim burzovnim poslovima promjenom regulative 1997. godine, vidi: Ramos, 2003.) koji su se upustili u promjenu vlasničke strukture. U prosincu 2005. više od 955 članova NYSE-a odobrilo je predloženo spajanje burze s Archipelago Holdings (elektronička burza s uvrštenim dionicama). Obje burze postale su podružnice NYSE Grupe (Ramos, 2003.). Dakle, porast globalne konkurencije potaknuo je burze na usvajanje pristupa sličnijeg poduzetničkom, što je rezultiralo njihovom deuzajamnizacijom (Aggarwal, 2002.).

Serifsoy (2006.) ističe da je samouvrštenje rješenje problema različitih interesa između malog broja velikih posrednika i velikog broja malih lokalnih brokera. Veliki vlasnici u uvrštenju dionica na burzu vide mogućnost povećanja vrijednosti burze, ali i odbacivanja malih članova koji nisu voljni podnijeti troškove restrukturiranja. Konflikti mogu proizaći iz otpora malih članova prema tehnološkim inovacijama (Domowitz i Steil, 1999.). U svojim istraživanjima Hart i Moore (1996.) te Cybo-Ottone i suradnici (2000.) navode mnogobrojne primjere u kojima su reforme američkih i europskih burza spriječene zbog neslaganja njihovih članova.

Osim spomenutih razloga, literatura prepoznaje tri glavne sile u pozadini deuzajamnizacije i samouvrštenja burza u rastu konkurencije, tehnološkom napretku i promjenama ugovornih veza između uvrštenih poduzeća i burza (Domowitz i Stell, 1999.; Ramos, 2003.; Serifsoy, 2006.; Aggarwal, 2002.; 2006.). Tehnologija je potaknula konkurenciju između burza uklanjajući geografske granice i monopole (Macey i O'Hara, 1999.) te smanjujući ulogu financij-

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

Tablica 1. Vrijeme deuzajmnizacije i uvrštenja na burzu velikih svjetskih burza

| Glavna svjetska tržišta kapitala | Godina deuzajmnizacije | Datum uvrštenja na burzu/IPO datum |
|----------------------------------|------------------------|------------------------------------|
| Europa | | |
| London SE | 2000. | 20-srp-01 |
| Euronext | 2000. | 10-srp-01 |
| Deutsche Boerse | 2000. | 5-vlj-01 |
| BME Spanish Exchanges | 2001. | 1-srp-06 |
| Six Swiss Exchange | 2002. | 30-nuj-08** |
| Borsa Italiana | 1993. | 1-lis-07* |
| OMX Grupa | 1997. | 1-sij-93 |
| Oslo SE | 2001. | 28-svi-01 |
| Hellenic SE | 1999. | 28-srp-00 |
| Sjeverna Amerika | | |
| NYSE | 2006. | 7-ožu-06 |
| Nasdaq | 2001. | 1-srp-02 |
| Toronto SE | 2000. | 12-stu-02 |
| Chicago Mercantile Exchange | 2002. | 6-pro-02 |
| Azija – Oceanija | | |
| Tokyo SE | 2001. | 1-sij-2013*** |
| Osaka SE | 2001. | 2-tra-04 |
| Hong Kong SE | 2000. | 27-srp-00 |
| Australija SE | 1998. | 14-lis-98 |
| Sinapur SE | 1999. | 16-stu-00 |
| Malazija SE | 2004. | 18-ožu-05 |
| Filipini SE | 2001. | 15-pro-03 |
| Novi Zeland SE | 2003. | 4-srp-03 |

Izvor: Aggarwal i Dahiya (2006.), web-stranice burza.

* Borsa Italiana spojena je s Londonskom burzom.

**Swiss Exchange je spojena s SIS Group i Telekurs Group u 2008.

***Tokyo SE spojio se sa Osakom SE u entitet pod nazivom Japan Exchange Group (JPX).

skih posrednika (Allen i suradnici, 2002.).

Steil (2002.) također ističe ključnu ulogu rasta konkurencije i internacionalizacije vlasništva u procesu promjene strukture vlasništva burza. Visoka razina izravne konkurencije među burzama vlasnicima otežava zaštitu njihovih posredničkih prava zbog čega oni pokazuju veće zanimanje za reforme u upravljanju i za vanjsko vlasništvo. Nasuprot tomu, internacionalizacija vlasništva smanjuje udio i utjecaj domaćih posrednika, a velike multinacionalne banke koje su članovi mnogobrojnih burza nemaju motive za obranu uzajamne strukture.

Deuzajmnizacija nudi veću fleksibilnost odgovora na brze promjene iz poslovnog okruženja te stvara preduvjete za maksimalizaciju vrijednosti burze za svoje vlasnike. Burze mogu ostvariti koristi zbog mogućnosti ulaska na tržište na način neprimjeren uzajamnim društvima te se mogu upuštati u poslovne kombinacije s drugim dioničkim društvima. Za očekivati je da burza s dioničarskim vlasništvom slijedi strategije koje povećavaju profitabilnost povećanjem toka naloga na tržištu. Lee (2002.) ističe

da neke burze nude subvencije stvarateljima tržišta kako bi ih privukle na vlastite trgovinske platforme. Takva inicijativa pomaže privlačenju većeg broja međunarodnih posrednika i institucionalnih investitora na tržište te posljedično povećava obujam trgovanja, što dovodi do smanjenja raspona tražene i ponuđene cijene te do povećanja ukupne tržišne kvalitete (Arnold i suradnici, 1999.). Spomenuti napredak proizlazi iz veće proizvodnje informacija i trgovinske aktivnosti ulagača (Othcher, 2006.).

Deuzajmnizacija se promatra kao poticaj za re-strukturiranje burza jer otvaranje burze prema novim ulagačima mijenja njezin fokus. U tom slučaju burze su u prilici ponašati se oportuno a da nisu ograničene interesima članova. Hart i Moore (1996.) pokazali su da u slučaju suočavanja s konkurencijom vanjsko vlasništvo burze postaje učinkovitije od uzajamnog jer članovi imaju različite preferencije. Aggarwal (2002.) ističe da je odluka o deuzajmnizaciji zasnovana na saznanju da uzajamna struktura ne može osigurati razinu fleksibilnosti i financiranja potrebnu za opstanak u suvremenom

konkurentskom okruženju. Štoviše, troškovi zadržavanja uzajamne strukture u suvremenom okruženju znatno su veći od koristi. Schmiedel (2003.) dokazuje pozitivan utjecaj deuzajamnizacije na troškovnu učinkovitost. Uzajamna burza bila je organizirana kao mjesto trgovanja između članova koji nisu bili opterećeni troškovnom učinkovitošću koja dobiva na važnosti pretvaranjem burza u dionička društva (Skeet, 2008.).

Otchere (2006.) tvrdi da promjena strukture vlasništva nije povoljna samo za burzu samu nego pozitivno utječe na kvalitetu ukupne industrije. Ističe i da je napredak u poslovanju izgledan jer menadžeri imaju slobodne ruke u odabiru profitabilnih ulagačkih prilika, ali uz intenzivan nadzor dioničara. Također, Aggarwal (2002.) očekuje da dioničari burzi ponude novu strukturu korporativnog upravljanja koja je učinkovitija u rješavanju konflikata između sudionika tržišta. Iako nekadašnji članovi nesumnjivo ostanu u vlasničkoj strukturi burze, za očekivati je da će se deuzajamnizacijom znatan dio vlasništva te moći u procesu donošenja odluka prebaciti na vanjske dioničare. Tijekom dugog razdoblja profitno orijentirane burze kojima upravljaju poduzetnici i koje nadziru profitno orijentirani dioničari trebale bi postati bolje financirane organizacije s izraženom sposobnošću brzog reagiranja na promjene. Zahvaljujući boljem financiranju, fleksibilnijem odlučivanju i većoj odgovornosti prema dioničarima deuzajamnizirane burze postaju konkurentnije i transparentnije organizacije.

Chesini (2007.) je analizirala učinke deuzajamnizacije na primjerima triju europskih burza (LSE, Deutsche Boerse i Euronext) koje su prošle kroz proces deuzajamnizacije 2001. godine. Koristi koje su ostvarene na spomenutim burzama proizlaze iz njihove posljedične orijentacije prema stvaranju vrijednosti za dioničare, povećanju izvora prihoda te preuzimanju vodeće uloge s ciljem iskorištavanja potencijalnih prednosti takve pozicije. Istraživačica pokazuje da su burze LSE, Deutsche Boerse i Euronext s ciljem povećanja vrijednosti za svoje dioničare u razdoblju nakon 2001. godine povećale vlastite prihode te proširile strateško poslovanje izvan tradicionalnih burzovnih aktivnosti poput uvrštenja i trgovanja. To posebno vrijedi u slučaju Deutsche Boerse i Euronexta koji vlastite kompetitivne strategije od 2001. godine temelje na konglomeratskoj

diferencijaciji poslovanja (diversifikacijom procesa i proizvoda) i različitim vertikalnim integracijama.

Otchere i Abou-Zied (2008.) ispitali su fenomen transformacije vlasništva od članova prema dioničarima na slučaju Australske burze te su pokazali da je ona nadmašila tržišni indeks te kontrolnu skupinu za prinos prilagođen tržišnim uvjetima. Točnije, utvrđeno je sužavanje raspona tražene i ponuđene cijene, porast likvidnosti te poboljšanje odabranih pokazatelja likvidnosti. Jedna od prednosti deuzajamnizacije burza jest povećana fleksibilnost burze u povezivanju s drugim burzama. Ramos (2003.) tvrdi da se burze deuzajamniziraju kako bi se povezale s drugim tržištima kapitala, bilo spajanjima ili stjecanjem drugih tržišta kapitala. Chesini (2007.) za primjere navodi Deutsche Boerse i Euronext. Burza Deutsche Boerse odabrala je vertikalna spajanja kupujući poduzeća koja se bave poslijetrgovinskim aktivnostima. Euronext je kupio LIFFE (2002.) i MTS (2005.) te su orijentirane prema stvaranju federacije burza.

2.2. Tehnološke podloge trgovanja i inovacije

Uz promjenu strukture vlasništva važan pokretač suvremenih promjena financijske arhitekture svakako je nezaustavljiv tehnološki napredak. Domowitz i Steil (1999.) opisuju burze kao poduzeća u vlasništvu svojih dioničara koja nude klijentima (ulagačima i posrednicima) različite tehnologije trgovanja, od tradicionalnih parketa do kompjutoriziranih aukcija s automatskom provedbom trgovinskih transakcija. Uz spomenute alternative tehnologije proizvode se transakcijske usluge koje se nude njihovim potrošačima – ulagačima i posrednicima. Spomenuti klijenti burza odabiru usluge trgovanja te s njima povezane tehnologije, uzimajući pritom u obzir implicitne i eksplicitne troškove te rizik nelikvidnosti. U navedenoj interakciji ponašanja ulagača i izbora tehnologije formiraju se cijene vrijednosnih papira. Stoga nove informacijske tehnologije utječu na izmjene toka svih procesa na financijskim tržištima, od pristupa tržištu putem procesa trgovanja do završnih procesa kliringa i namire (Skeete, 2009.).

Tehnološki napredak znatno je utjecao na prirodu trgovanja. Kod tradicionalnog trgovanja s brokerima na parketu ulagač bi izdavao nalog brokeru ili članu burze koji bi ga prosljedio specijalistu

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

na parketu burze koji bi zatim proveo transakciju. Kod elektroničkog trgovanja ulagač izravno izdaje elektronički nalog, a softverska podloga automatski sparuje naloge u smjeru postizanja najbolje dostupne cijene, bez intervencije specijalista i stvaratelja tržišta. Jain (2005.) definira elektroničko trgovanje kao automatsko računalno sparivanje i provođenje trgovinskih transakcija. Premda su automatske burze jeftinije za poslovanje te osiguravaju niže troškove provedbe trgovinske transakcije, u počecima razvitka automatskih sustava trgovanja (1970.) zamjena postojećih sustava bila je izrazito skupa. S druge strane, postojeći sustavi trgovanja na parketu nudili su sudionicima zadovoljavajući razinu likvidnosti te su se troškovi automatskog trgovanja trebali znatno smanjiti kako bi se burze odlučile na zamjenu postojećeg sustava trgovanja automatskim.

U posljednja dva desetljeća troškovi uvođenja kompjutoriziranog aukcijskog tržišta znatno su se smanjili te su posljedično zamjenjivali tradicionalne podloge trgovanju na gotovo svim svjetskim burzama. Brynjolfsson i suradnici (2001.) pokazali su da svaki dolar uložen u novu tehnologiju donosi burzama pet dolara tržišne vrijednosti. Zanimljivo je da su najveći otpor uvođenju elektroničkih sustava trgovanja imale najveće burze (NYSE, NASDAQ, LSE i Frankfurtska burza) što se može objasniti činjenicom da je sustav trgovanja s brokerima na parketu bio najuspješniji upravo na tim burzama te samim time i najtvrdokorniji kad je riječ o promjenama (Domowitz i Steil, 1999.).¹ Prva je burza koja je prešla na elektroničko trgovanje ona u Torontu. Vrijeme prelaska najveće burze u odabranim zemljama na elektroničko trgovanje prikazano je u tablici 2. Analizirajući 120 svjetskih burza Jain (2005.) je pokazao da ih je više od osamdeset posto prihvatilo neki oblik elektroničkog mehanizma trgovanja s automatskom provedbom, pritom potpuno napuštajući sustav parketa.

Osim vremenske točke prelaska na elektronički sustav trgovanja, u istoj su tablici navedeni podaci o razdoblju liberalizacije pojedine zemlje jer literatura sugerira da su spomenuti podaci ključno utjecali

na unapređenje likvidnosti i smanjenje troškova na tržištima kapitala (Bekaert i Harvey, 1995.). Hasan i suradnici (2003.) naglašavaju geografske, kulturne i organizacijske razlike u implementaciji novih elektroničkih podloga za trgovanje. Pokazuju da burze u Sjevernoj Americi djeluju najučinkovitije u području minimalizacije troškova i maksimalizacije profita. Europske burze brže su i ambicioznije reagirale na uvođenje elektroničkog trgovanja te u njegovoj primjeni u procesu povezivanja s ostalim burzama dionica i izvedenica (Schmiedel, 2003.).

Proces automatizacije trgovanja dodatno je potaknut 1996. godine uklanjanjem zakonskih barijera prekograničnom elektroničkom trgovanju unutar EU-a (Investment Services Directive, članak 15.4.) te između EU-a i SAD-a. Na taj način privučen je velik broj stranih ulagača na domaće burze s obzirom na to da je trošak ulaska znatno pao u odnosu na sustav trgovanja s brokerima na parketu (Domowitz i Steil, 1999.). Domowitz (2001.) je pokazao da je poslovanje na parketu dva do četrdeset puta skuplje od elektroničkog poslovanja. Ukupne uštede kod uvođenja elektroničkog trgovanja procijenjene su na četrdeset baznih bodova.

Jain (2005.) je empirijski pokazao pozitivnu vezu između uvođenja automatskog elektroničkog trgovanja i poboljšane likvidnosti tržišta kapitala. Likvidnost je dodatno potaknuta privlačenjem kritične mase naloga zbog duljeg vremena trgovanja, mogućnosti daljinskog članstva, nižih troškova te veće transparentnosti trgovanja. Stalna potreba za poboljšanjem likvidnosti kompjutorizacijom dovela je do novih smjernica u industriji koje se odnose na sve intenzivnija međusobna povezivanja burza. Tehnološke promjene izvor su izrazitih promjena koje su zahvatile tržišta kapitala, stvarajući temelje za suvremeno elektroničko trgovanje i sustave kliriranja i namire koji se primjenjuju na tržištima kapitala (Hasan i suradnici, 2003.). Skeete (2009.) kao ključne tehnološke inovacije izdvaja infrastrukturne inovacije, inovacije u provedbi trgovine i inovacije u poslijetrgovinskim procesima.

1 Najdramatičniji su slučajevi LIFFE i MATIF. LIFFE je naglo napustio razvojni plan unapređenja sustava trgovanja „broker na parketu“ vrijedan 400 milijuna USD u korist ubrzanog uvođenja automatskog sustava trgovanja, a MATIF se dugo opirao uvođenju automatskog trgovanja s obzirom na to da je time bilo uvjetovano spajanje s DTB-om. Nakon što se DTB spojio sa SOFFEX-om u novoformiranu elektroničku burzu Eurex, MATIF se promptno odlučio uvesti hibridni sustav trgovanja u kojem se trgovanje na parketu obavljalo paralelno s automatskim (Domowitz i Steil, 1999.).

Osim za postojeće burze, tehnološke promjene utjecale su i na nastanak novih burza zbog izrazitog smanjenja troškova ulaska na tržišta (Clayton i suradnici, 2000.). U razdoblju između 1990. i 1999. nastalo je šezdeset novih burza čemu je pridonijelo ponajprije uklanjanje regulatornih barijera i implementacija novih tehnoloških dostignuća u području komunikacija. Većina novonastalih tržišta kapitala locirana je na području Azije i Pacifika te srednje i istočne Europe. Spomenuti trend stvaranja novih burza na europskom tlu, osim tehnološkim napretkom, ponajprije je uvjetovan prijelazom mnogobrojnih europskih zemalja iz socijalističke u tržišnu ekonomiju. Riječ je o burzama koje djeluju primarno na nacionalnim tržištima te su lokalne po prirodi i aktivnostima (Hasan i suradnici, 2003.).

Tehnološka dostignuća u području burzovnog trgovanja i povećane mrežne eksternalije stvorili su okruženje koje je poticajno za kreiranje formalnih i neformalnih veza između tržišta kapitala u obliku spajanja, stjecanja, strateškog povezivanja, dijeljenja tehnologije i informacija (Domowitz i Steil, 1999.). Economides (1996.) je pokazao da mrežne eksternalije burzovnih aktivnosti proizlaze iz činjenice da se aktivnostima sparivanja ponude i potražnje stvara kompozitno dobro u obliku burzovne transakcije. Drugi su izvor mrežnih eksternalija različite vertikalno povezane usluge u burzovnom poslovanju.

Izvjesno je da će burze koje se odbiju uključiti u spomenute trendove povezivanja izgubiti komparativnu prednost u korist burza sklonijih međusobnoj suradnji (Economides, 1996.). Modeliranjem organizacijskih aspekata tržišta kapitala, zaključuje Pirrong (1999.), postojanje ekonomije razmjera u području infrastrukture trgovanja ohrabruje povezivanje financijskih usluga trgovanja. Val povezivanja tržišta kapitala zahvatio je američke regionalne burze (Arnold i suradnici, 1999.) te vodeće europske burze. Europske burze preuzele su vodstvo u formiranju i pridruživanju aktivnim mrežnim suradnjama te konsolidaciji fragmentiranih sustava trgovanja. Većina od sto provedenih i potencijalnih spajanja dogodila

Tablica 2. Prelazak na elektroničko trgovanje i liberalizacija na odabranim tržištima kapitala

| Odobrana svjetska tržišta kapitala | Godina prelaska na elektroničko trgovanje | Vrijeme liberalizacije |
|------------------------------------|---|------------------------|
| Europa | | |
| Razvijena tržišta | | |
| Velika Britanija | 1997. | pro-69 |
| Njemačka | 1991. | pro-69 |
| Španjolska | 1989. | sij-78 |
| Švicarska | 1996. | pro-69 |
| Italija | 1994. | pro-69 |
| Norveška | 1988. | pro-69 |
| Austrija | 1996. | pro-69 |
| Tranzicijska tržišta | | |
| Grčka | 1992. | pro-87 |
| Turska | 1993. | kol-89 |
| Portugal | 1991. | srp-86 |
| Poljska | 1996. | velj-97 |
| Mađarska | 1998. | 1996. |
| Češka | 1998. | ruj-94 |
| Bugarska | 1997. | 1998. |
| Slovenija | 1993. | 1999. |
| Rumunjska | 1995. | ožu-98 |
| Slovačka | 1994. | tra-98 |
| Hrvatska | 1999. | 1998. |
| Srbija | 2004. | n.p. |
| BiH | 2004. | n.p. |
| Crna Gora | 2004. | n.p. |
| Sjeverna Amerika | | |
| SAD | 2000. | pro-69 |
| Kanada | 1977. | pro-69 |
| Južna Amerika | | |
| Argentina | 1995. | stu-89 |
| Brazil | 1990. | svi-91 |
| Meksiko | 1996. | svi-89 |
| Venezuela | 1992. | sij-90 |
| Azija-Oceanija | | |
| Razvijena tržišta | | |
| Japan | 1982. | pro-80 |
| Singapur | 1989. | pro-69 |
| Hong Kong | 1986. | pro-69 |
| Australija | 1987. | pro-69 |
| Novi Zeland | 1991. | srp-84 |
| Tranzicijska tržišta | | |
| Tajvan | 1985. | sij-91 |
| Južna Koreja | 1988. | sij-92 |
| Malezija | 1992. | pro-88 |
| Filipini | 1993. | lip-91 |

Izvor: Jain (2005.); La Porta i suradnici(1998.); Bekaert i Harvey (2004.).

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

se na europskom području (Cybo-Ottone i suradnici, 2000.).

Malkamaki i Topi (1999.) ističu gubitak važnosti lokacije tržišta kapitala za njegovu konkurentnost. Automatizacija provedbe transakcije globalizirala je proces trgovanja na tržištima kapitala na način da fizička lokacija burze više nije bitna ulagačima. Nadalje, smanjenje komunikacijskih i transakcijskih troškova potaknulo je burze da jedna drugoj ulaze na tržište (Lee, 2002.). Hasan i Malakami (2001.) brzom napretku tehnologije također pripisuju minimiziranje fragmentacijskog efekta fizičke udaljenosti na osnivanje burza. Štoviše, uklanjanje regulativnih barijera i tehnološki napredak u obliku automatskog trgovanja omogućili su daljinski pristup burzama te daljinsko vlasništvo. Daljinski pristup trgovanju olakšava prekogranično trgovanje, djelujući poticajno na likvidnost tržišta kapitala (Domowitz i Steil, 1999.). Najočitiiji napredak je onaj koji se odnosi na dramatično smanjivanje troškova trgovanja (Domowitz i Steil, 1999.). Hasan i Malakami (2001.) ukazuju na postojanje ekonomije obujma i opsega zbog primjene automatskog trgovanja.

Ramos (2003.) ističe prekogranično uvrštavanje kao jednu od najvećih prednosti elektroničkog trgovanja s obzirom na to da burzama omogućuje proširenje poslovanja putem izravnih računalnih veza, a poduzećima diversifikaciju baze dioničara. Postojanje prekograničnog uvrštavanja podupire argumente u prilog zadržavanja važnosti lokacije tržišta kapitala. Pagano i suradnici (2002.) analizirali su odluke poduzeća o prekograničnom uvrštavanju vlastitih vrijednosnih papira zaključivši da su izvozno orijentirana europska poduzeća s visokim stopama rasta iz industrija koje primjenjuju visoku tehnologiju masovno uvrštavala vlastite dionice na transatlantske burze. Opisana poduzeća preferiraju biti uvrštena na likvidnijim i većim tržištima kapitala na kojima je već uvršten velik broj poduzeća iz iste industrije. Odluke o prekograničnom uvrštavanju pozitivno su povezane sa sposobnošću tržišta da ponudi bolju zaštitu dioničarima, učinkovitije pravosudne mehanizme i birokraciju. Valja naglasiti da je prekogranično uvrštenje jedan od mehanizama razvoja konkurencije među burzama koji je detaljno obrađen u nastavku.

2.3. Razvoj konkurencije među tržištima kapitala

U posljednja dva desetljeća globalizacija, tehnološki napredak i deregulacija potaknuli su burze na napuštanje tradicionalnih monopolskih pozicija i izlaganje globalnoj konkurenciji. Coffee (2002.) ističe globalizaciju i tehnologiju kao dvije ključne sile koje mijenjaju okruženje tržišta kapitala tako da: (1) prisiljavaju lokalna i regionalna tržišta na izravnu konkurenciju s udaljenim međunarodnim tržištima, (2) povećavaju ukupnu tržišnu kapitalizaciju uz istodobno snižavanje troška dioničkog kapitala, čime je izdavateljima omogućen pristup na više tržišta, (3) dopuštaju da tok naloga i likvidnosti brzo prelazi s lokalnog na međunarodno tržište, često s lošim posljedicama za mala domaća tržišta.

Konkurencija pokreće reforme tržišta kapitala, smanjuje transakcijske troškove te poboljšava sustave trgovanja (Ramos, 2003.). Konkurencija tjera tržišta kapitala da nude bolje usluge pod konkurentnijim uvjetima, što bi u konačnici trebalo biti korisno za klijente i cjelokupno gospodarstvo, ali istodobno suočava burze s opasnošću od gubitka tradicionalnih burzovnih poslova te ih posljedično tjera na ulaganje velikih tehnoloških napora u otkrivanje novih područja aktivnosti (Chesini, 2007.).

Konkurencija između tržišta kapitala ima dvije dimenzije. Tržišta se mogu natjecati za uvrštenja ili za naloge (Fleckner, 2006.). Kako bi pridobila više uvrštenja, burza mora privući više izdavatelja vrijednosnih papira. Za više naloga valja joj privući više ulagača. Dakle, mehanizmi konkurencije međusobno su povezani na način da tržišta kapitala koja imaju više uvrštenih vrijednosnih papira privlače više ulagača, a ona s većim brojem ulagača privlače veću pozornost izdavatelja. Dok je konkurencija u privlačenju ulagača relativno jaka, konkurencija u privlačenju uvrštenja još je uvijek slaba (Fleckner, 2006.). Konkurencija u području uvrštenja poželjna je tek do određene mjere na tržištima kapitala, s obzirom na to da vodi fragmentiranim tržištima i pucanju likvidnosti. Pod okriljem globalizacije došlo je do povećanja prekograničnog toka kapitala te je poduzećima znatno olakšan proces pribavljanja sredstava. Stoga su izdavatelji voljni prikupljati novac u inozemstvu izdavanjem vrijednosnih papira na stranim tržištima kapitala. Dakle, unatoč slaboj domaćoj konkurenciji za uvrštenje, jača inozemna.

Borba za uvrštenja uključuje borbu za uvrštenja vrijednosnih papira koji su već uvršteni na drugim tržištima kapitala te borbu za one izdavatelje koji na tržište izlaze prvi put. U slučaju prekograničnih uvrštenja postojećih vrijednosnih papira poduzeća kao ključne kriterije ističu ugled pojedinog tržišta kapitala, visoke standarde informiranja te transparentnost tržišta (Coffee, 2002.).

Bitka za naloge ipak je važnija od one za uvrštenja jer generira znatno više prihoda (Mylonas i suradnici, 2000.). Osim toga, složenija je s obzirom na to da se vodi između svih vrsta tržišta koja trguju vrijednosnim papirima. Ključni su izvor konkurentske prednosti u natjecanju u privlačenju naloga transakcijski troškovi. Niži transakcijski troškovi povezani su s većom likvidnošću koja istodobno predstavlja sposobnost tržišta za trenutnu provedbu naloga te za provedbu tržišnih naloga bez znatnih promjena cijena. To se najčešće naziva dubinom tržišta (Ramos, 2003.). Osim likvidnosti, netroškovni faktori uključuju pouzdanost, brzinu provedbe transakcije, pristup tržištu, kvalitetu vrednovanja cijena i informiranja o njima, transparentnost te anonimnost (Fleckner, 2006.) što je posebno važno kod trgovina velikim paketima vrijednosnih papira.

Osim međusobne konkurencije tržišta kapitala, konkurencija jača i između tržišta kapitala i tržišta putem šaltera (OTC), alternativnih trgovinskih sustava (ATS) i trgovanja velikim paketima dionica (Fleckner, 2006.). Christiansen i Koldertsova (2009.) navedenim konkurentima tržišta kapitala dodaju multilateralne trgovinske uređaje i *dark pools*. Potencijalna opasnost od konkurencije prijeti i od financijskih posrednika (Coffee, 2002.). Velike brokerske tvrtke mogu se odlučiti na traženje atraktivnih prilika za svoje ulagače na prekograničnim tržištima. S obzirom na to da je prekogranično uvrštenje relativno skupo za poduzeća zbog troškova uvrštenja i prilagodbe financijskog izvještavanja, brokerske tvrtke mogu pristupiti prekograničnim tržištima jeftinije i potencijalno učinkovitije. Takav razvoj događaja može biti povoljan i za tradicionalne burze koje su izložene riziku gubitka toka naloga u korist likvidnijih tržišta kapitala na kojima njihova poduzeća radije uvrštavaju dionice. Umjesto razvoja konkurentske prednosti na području privlačenja uvrštenja unapređivanjem standarda uvrštenja, burze mogu smanjiti troškove i time privući više

financijskih posrednika te u konačnici privući veći tok naloga.

Konačno, konkurentske prednosti suvremenih, deuzajamiziranih, samouvrštenih profitno orijentiranih burza vrijednosnih papira proizlaze iz jednostavnijeg prikupljanja sredstava, olakšanog procesa donošenja odluka i mogućnosti povezivanja s drugim tržištima kapitala (Fleckner, 2006.). Važan je izvor konkurentske prednosti suvremenih burza mogućnost iskorištavanja ekonomije obujma koja proizlazi iz visokih fiksnih i niskih varijabilnih troškova. Jednom kad se uspostavi infrastrukturna i regulativna podloga, burze nemaju znatnih varijabilnih troškova, neovisno o broju provedenih transakcija. Dodatne koristi od ekonomije obujma mogu se postići povezivanjem s drugim burzama (Fleckner, 2006.). Rezultat je takvog pristupa da burze danas prakticiraju povezivanje s drugim burzama kao konkurentsku strategiju (Di Noia, 1998.). Coffee (2002.) naglašava da povezivanje s drugim burzama može biti motivirano željom da se: (1) isključe konkurenti, (2) sinergijski poveća ukupna tržišna kapitalizacija nakon povezivanja na razinu veću od zbroja tržišnih kapitalizacija pojedinačnih tržišta prije povezivanja, (3) postigne operacijska učinkovitost, bilo smanjenjem troškova ili jednostavnjenjem procedura povezanih s kliringom i namirom, (4) privuku nova uvrštenja na temelju unaprijedene reputacije.

Konkurencija između burza usko je povezana s regulacijom. Dva su potpuno različita pristupa u literaturi povezana sa shvaćanjem veze između regulacije i konkurencije. Prvi pristup smatra da će međutržišna konkurencija olakšati željenu regulatornu arbitražu na način da će izdavateljima omogućiti izbjegavanje neučinkovitih i zastarjelih zakona (Romano, 1998.). Štoviše, Fleckner (2006.), uz globalizaciju i tehnologiju, izdvaja deregulaciju kao važan poticaj konkurenciji iz okruženja s argumentom da su u posljednje vrijeme regulatorni sustavi diljem svijeta doživjeli mnogobrojne modifikacije u svrhu prilagodbe rastućoj konkurenciji tržišta kapitala. Drugi pristup smatra da će konkurencija između tržišta dovesti do utrke do vrha. Drugim riječima, poduzeća će gravitirati onim tržištima koja imaju najviše regulatorne standarde (Huddart i suradnici, 1999.).

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

3. Regulatorni aspekti tržišta kapitala

3.1. Regulacija poslovanja

IOSCO² (2003.) definira zadatke, ciljeve, atribute i domet regulacije pod pretpostavkom da regulacija ima zadatak olakšati proces formiranja kapitala i ekonomski rast, pri čemu se ističu njezina tri osnovna cilja: (1) zaštita ulagača, (2) osiguravanje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta kapitala te (3) smanjenje sistematskog rizika (IOSCO, 2003.). Prema teritorijalnom pristupu regulaciji tržišta kapitala svaka nacionalna regulatorna agencija uživa monopolnu poziciju po osnovi odabira regulacije koju će postaviti unutar vlastite jurisdikcije (Tung, 2002.). Izdavatelji vrijednosnih papira i ulagači koji žele obaviti burzovnu transakciju neizbježno su obvezani nacionalnim zakonima o vrijednosnim papirima jurisdikcije unutar koje su odlučili obaviti transakciju. Spomenuti teritorijalno određeni odabir regulatornog režima nije nužno optimalan za stranke koje sudjeluju u transakciji. Naime, regulatorni monopolisti nisu u poziciji ponuditi optimalnu regulaciju jer nemaju dovoljno poticaja te raspolažu s nedovoljnim informacijama (Romano, 2001.). Tung (2002.) predlaže da se navedeni problem riješi modifikacijom sustava na način da se izdavatelju vrijednosnih papira dopusti odabir regulatornog režima. Na taj način narušavaju se regulatorni monopol zasnovani na teritorijalnom regulatornom principu. S druge strane, takav pristup potaknuo bi konkurenciju između regulatora te bi ih nagnao na prilagodbu regulative potrebama stranaka u transakcijskoj aktivnosti.

Pristup izbora izdavatelja predložili su u SAD-u mnogi stručnjaci (Romano, 2001.; Tung, 2002.), a karakterističan je po tome što tretira regulativu kao proizvod koji je prilagođen potrebama potrošača kao rezultat konkurencije između snabdjevača. Dakle, konkurencija između nacionalnih regulatora tržišta kapitala na kraju rezultira učinkovitijom regulativom.

Tung (2002.) ističe da je u pozadini želje za harmonizacijom regulative zapravo strah nacionalnih regulatora od gubitka mjerodavnosti zbog osipanja

ulagača s obzirom na to da se objekti regulacije okreću jurisdikcijama koje nisu prestrogo regulirane. Izbor izdavatelja dokida potencijalne konflikte s obzirom na to da ostavlja regulatorni okvir na izbor poduzećima. Kako izbor poduzeća vrijedi na globalnoj razini, potencijalni izvori konflikata iščekavaju te izbor izdavatelja vodi učinkovitoj regulaciji na globalnoj razini (Choi i Guzman, 2001.). Taj pristup štiti dioničare dvojak. Ponajprije nalaže poduzeću izdavatelju da nedvosmisleno izvijesti ulagače o odabranom regulatornom pristupu. Drugo, odabrani režim može biti promijenjen samo uz odobrenje dioničara (Romano, 2001.).

Različiti pristupi regulaciji i nadzoru tržišta kapitala prikazani su u tablici 3. Dok su europske burze u pravilu regulirane i nadzirane od posebnog javnog regulacijskog tijela, ostale burze uglavnom provode različite stupnjeve samoregulacije. Tržište kapitala koje djeluje kao samoregulacijska organizacija odgovorno je za reguliranje aktivnosti na vlastitoj trgovinskoj platformi i za objavu pravila koja propisuju način obavljanja tih aktivnosti. Činjenica da burze nadziru subjekte koji su njezini izvori prihoda izvor je potencijalnih sukoba poput sukoba između poslovanja i regulacije, financiranja regulacije, integriteta regulatornog procesa i sukoba vlasništva i upravljanja (Carson, 2011.). Suвременe burze profitno su orijentirane dionička društva od kojih je nerazumno očekivati da učinkovito nadgledaju i reguliraju vlastite klijente. Taj tip sukoba, nastao iz promjene okruženja i prirode tržišta kapitala, može se riješiti odvajanjem regulatornih aktivnosti od aktivnosti burze i prenošenjem na posebno tijelo koje nije interesno povezano s klijentima burze.

Premda je model samoregulacije dominantan, valja naglasiti da većina svjetskih burza namjerava slijediti europski model kako bi riješile navedene probleme sa sukobima interesa. Međutim, samoregulacijske burze obično pružaju otpor opisanom razvoju događaja, nastojeći zadržati regulatornu funkciju te uvodeći mnoštvo mehanizama za rješavanje sukoba interesa (Christiansen i Koldertsova, 2009.). Osim prebacivanja regulatorne i nadzorne zadaće na državno tijelo, sukobi interesa koji proizlaze iz samoregulacije burza mogu se riješiti formiranjem

2 IOSCO je kratica za međunarodnu organizaciju komisija vrijednosnih papira koja okuplja nacionalna regulatorna tijela tržišta kapitala.

zasebnog tijela za nadzor regulacijskih aktivnosti, odvajanjem organizacijskih struktura za poslovne i regulatorne aktivnosti te kreiranjem pravila i procedura za rješavanje sukoba.

U skladu s navedenim, temeljni aktualni trendovi u području regulacije svode se na: (1) smanjenje sukoba između različitih interesa koji proizlaze iz samoregulacije, (2) pozicioniranje burza prema fokusiranju na razvoj proizvoda i tržišta i vlastitu konkurentnost, (3) podupiranje konkurencije između tržišta, (4) kretanje prema javnim regulatorima s proširenim područjem jurisdikcije i moći te (5) postavljanje većih i konzistentnijih standarda regulacije (Carson, 2011.).

Deuzajamizirane i samouvrštene burze intenzivno se međusobno povezuju zbog oštrog međusobne konkurencije te najezde alternativnih platformi trgovanja. Trend povezivanja i spajanja tržišta kapitala također utječe na modifikaciju regulatornih i nadzornih funkcija. Shammo (2008.) predlaže regulatorni okvir za prekooceanska tržišta kapitala, a De Haan i suradnici (2009.) obrađuju europska financijska tržišta i institucije. Regulativa tržišta kapitala na području Europske unije posebno je važno pitanje, s obzirom na to da ih usmjeruje prema jedinstvenom tržištu (Ferran, 2004.; Langevoort, 2005.). Istodobno, rastuća konsolidacija tržišta kapitala nije popraćena konsolidacijom financijskih institucija na razini Europske unije, poglavito zbog zapreka učinkovitosti koje otežavaju otvaranje i djelovanje poduzeća u drugoj zemlji te razlika u jeziku, kulturi, valuti, regulatornim strukturama po pojedinim tržištima i postojanja implicitnih ili eksplicitnih pravila protiv

strane konkurencije (Berger i suradnici, 2000.).

Intenzivna konkurencija između tržišta kapitala, uz odsutnost minimalnih standarda postavljenih od strane regulatora, dovodi u pitanje sposobnost tržišta kapitala da unaprijedi korporativno upravljanje uvrštenih poduzeća. Motivacija burze za izgradnju i održavanje visokih regulatornih standarda može biti oslabljena u procesu odlučivanja između za-državanja uvrštenih poduzeća ili njihova gubitka u korist konkurencije (Christiansen i Koldertsova, 2009.). Navedeni rizik može biti dodatno pogoršan pritiscima prema maksimalizaciji profita od strane dioničara burze. Izazov je za korporativno upravljanje i trend povezivanja burza. Neke od mogućih opasnosti jesu: (a) prisilna harmonizacija standarda korporativnog upravljanja između poduzeća koja su uvrštena na više burza, (b) nametanje pravila burze kupca, (c) regulacija platformi u vlasništvu inozemnih ulagača te (d) adresiranje mjerodavnosti u slučaju stranih izdavatelja vrijednosnih papira na domaćim tržištima (Christiansen i Koldertsova, 2009.).

3.2. Redefiniranje uloge financijskih posrednika

Ulagачi sudjeluju na tržištima kapitala neizravno, putem financijskih posrednika. Financijski posrednik je institucija koja ulaže u vrijednosne papire u ime ulagača pritom dijeleći rizik transakcije s njima (Allen i Gale, 2000.). Financijski posrednici postoje kako bi posudili novac od zajmoprimaca i pozajmili zajmoprimcima uz povoljnije uvjete nego što bi oni izravno dogovorili (Morawski, 2007.). Dok se

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

Tablica 3. Različiti pristupi regulaciji tržišta kapitala

| Tip regulacije | Opis | Primjeri |
|---------------------------------|--|---|
| Državni model | <ul style="list-style-type: none"> Javno tijelo obavlja većinu regulatornih funkcija. Ograničena uloga burza. | Većina europskih tržišta kapitala |
| Ograničena regulacija | <ul style="list-style-type: none"> Javno tijelo primarni je regulator. Burze obavljaju određene regulatorne funkcije povezane s djelovanjem tržišta (npr. nadzor i uvrštavanje dionica). | SAD (NYSE, ISE), Hong Kong, Singapur |
| Snažna samoregulacija | <ul style="list-style-type: none"> Javno tijelo primarni je regulator. Burze obavljaju ekstenzivnu regulatornu funkciju (uz djelovanje tržišta reguliraju i ponašanje sudionika na tržištu). | Japan, Malezija, Australija |
| Nezavisna samoreg. organizacija | <ul style="list-style-type: none"> Javno tijelo primarni je regulator. Burze obavljaju ekstenzivnu regulatornu funkciju. | Kanada (IIROC), SAD (FINRA), Japan (JSDA) |

Izvor: Carson (2011.).

tradicionalna uloga posrednika uglavnom odnosila na smanjenje tržišnih nesavršenosti u obliku transakcijskih troškova i asimetričnih informacija, njihova se uloga pod utjecajem suvremenih poticaja iz okruženja, s posebnim naglaskom na napretku tehnologije, znatno promijenila. Novije teorije o financijskom posredovanju (Allen i Gale, 2000.) idu u smjeru preuzimanja upravljanja rizikom od strane financijskih posrednika između štediša i ulagača i tržišta kapitala. Druga je važna funkcija posrednika olakšati ulagačima pristup tržištu kapitala. Financijski posrednici mogu znatno smanjiti izloženost svojih klijenata (ulagača na tržištu kapitala) potencijalnim rizicima, dijeleći ih između velikog broja ulagača te posljedično postižući primjerenu diversifikaciju zahvaljujući znatnim raspoloživim resursima (Mishkin i Eakins, 2006.). Na opisani način posrednici pretvaraju rizična sredstva u sigurnija u korist ulagača. Transformacija rizika stvara koristi i za same posrednike s obzirom na to da oni ostvaruju profit na razlici između stvarnih prinosa i njihovih uplata.

Uloga posrednika u olakšavanju pristupa tržištu kapitala povezana je s kritikom tradicionalne teorije koja tvrdi da posrednici ne dodaju vrijednost u procesu transakcije s obzirom na to da postoji potpuno sudjelovanje ulagača na tržištu kapitala. Allen i Santomero (1996.) pokazuju da u praksi pretpostavka o potpunom sudjelovanju ulagača na tržištu kapitala ne opstaje, budući da tipična kućanstva drže tek nekoliko dionica i sudjeluju na ograničenom broju tržišta kapitala. Kako bi bio aktivan na tržištu kapitala, ulagač mora uložiti vrijeme i napor u stjecanje znanja o načinu funkcioniranja tržišta kapitala te u pribavljanje informacija o svojim ulaganjima koja pritom valja i svakodnevno nadgledati. U tom slučaju financijski posrednici ulagačima mogu olakšati pristup tržištima kapitala te pritom znatno smanjiti troškove sudjelovanja na njima.

Unatoč konkurenciji u naknadama i rasponu između tražene i ponuđene cijene, posrednicima je privlačnije tržište kapitala s više posrednika zbog veće likvidnosti takvih tržišta (Di Noia, 1998.). Dakle, suvremene burze međusobno se natječu u privlačenju posrednika u vlastite sustave trgovanja jer to osigurava veću likvidnost, više transakcija i veću bazu klijenata. Štoviše, suvremeni financijski posrednici mogu se pojaviti kao konkurencija tradicionalnim

burzama (Coffee, 2002.), kao što je prethodno istaknuto.

U procesu trgovanja posrednici imaju važnu ulogu posebno u slučaju nedostatka zainteresiranih kupaca i prodavača. Ako dođe do istodobnog spajanja kupaca i prodavača na tržištu, postavlja se pitanje nužnosti usluge posredovanja. U tom slučaju posrednicima se imputira poskupljenje i usporavanje dinamike provedbe trgovinske transakcije. Čak i u slučaju da posrednici uspiju jednakom brzinom provesti transakciju, nesumnjivo proširuju raspon ponuđene i tražene cijene (Skeet, 2008.). U tom kontekstu pojavljuju se mogućnost tzv. internalizacije trgovanja vrijednosnim papirima. Internalizacija je pojam koji obuhvaća usluge trgovanja koje izbjegavaju burze i alternativne sustave trgovanja, omogućujući pružateljima investicijskih usluga da snabdijevaju svoje klijente vrijednosnim papirima uvrštenim na burzu s vlastitog računa, pritom izbjegavajući posredovanje burze ili alternativnog sustava trgovanja. Dok je kod trgovanja na burzama ponuđena cijena odlučujući čimbenik, u slučaju internalizacije, osim cijene uzimaju se u obzir neki drugi čimbenici. Valja naglasiti da je pojava internalizacije potpuno nova te postoji ozbiljan deficit istraživanja na tu temu. Štoviše, regulatori tek pokušavaju procijeniti njezine potencijalne koristi i nedostatke. U jednoj od rijetkih knjiga koje se bave spomenutom tematikom, Skeete (2008.) procjenjuje da su uvjeti u kojima će internalizacija biti moguća ključni za budući smjer razvoja europskih financijskih tržišta.

4. Zaključak

Ovaj rad sistematizira suvremene izazove koji dolaze iz globalne okoline tržišta kapitala, a odnose se na deregulaciju, transformaciju vlasništva, rastuću konkurenciju, internalizaciju te redefiniranje uloge financijskih posrednika na suvremenim tržištima kapitala. Globalizacija je smanjila zapreke priljevu stranog kapitala, poglavito tradicionalne restrikcije prema ulaganjima u domaće vrijednosne papire. Uz učinke deuzajamizacije i samouvštenja, strelovit napredak tehnologije i stvaranje inovativnih tehnoloških podloga trgovanju spadaju među ključne promjene tržišta kapitala. Tehnologija je stvorila podlogu za trenutačni tijek informacija, omoguću-

jući elektroničkim tržištima kapitala povezivanje finansijskih posrednika i sudionika na tržištima diljem svijeta u kontinuirani proces trgovanja. Konkurencija između burza postala je intenzivnija u području burzovnih aktivnosti, uključujući trgovanje, uvrštavanje i namiru. Nadalje, doseg konkurencije se proširio s nacionalnog na međunarodno tržište. Dok su tradicionalne burze bile usmjerene na privlačenje domaćih izdavatelja, suvremene burze nastoje privući velika međunarodna poduzeća. Zato je došlo do istodobne konkurentne borbe za domaća i inozemna uvrštenja. Osim deuzajamizacijom, napretkom tehnologije te posljedičnim izlaganjem globalnoj konkurenciji, monopolska pozicija burza ugrožena je deregulacijom i samoregulacijom. Poljuljan je tradicionalni pogled na burze kao monopoliste. Nacionalna regulacija bila je važan izvor monopolske moći tržišta kapitala. Regulatorne razlike još uvijek pružaju mogućnost

izbjegavanja centralizacije likvidnosti u malom broju velikih finansijskih centara, s obzirom na to da na tržištima u različitim jurisdikcijama vrijede različiti zakonski okviri i zahtjevi. Sistematizacijom suvremenih izazova iz okruženja i odlika tržišta kapitala prevladan je nedostatak u domaćoj literaturi o navedenim istraživanjima. Valja naglasiti da su navedeni poticaji iz okruženja svjetskih tržišta kapitala ključni za orijentaciju suvremenih tržišta kapitala prema međusobnom prekograničnom povezivanju. Također, napredak tehnologije popraćen deregulacijom rezultirao je olakšanim osnivanjem novih burza te poduzeća drugačijih organizacijskih struktura koja konkuriraju burzovnim aktivnostima. U tom kontekstu u budućim istraživanjima valjalo bi utvrditi utjecaj navedenih izazova iz okruženja na rastući trend povezivanja i spajanja tržišta kapitala i buduću ulogu tržišta kapitala u gospodarstvu.

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala

Literatura

Aggarwal, R. (2002) Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15: 105-113.

Aggarwal, R., Dahiya, S. (2006) Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18 (3): 96-106.

Allen, F., Gale, D. (2000) Financial Intermediaries and Markets, Center for Financial Institutions Working Papers 98-03, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

Allen, F., McAndrews, J., Strahan, P. (2002) E-Finance: An introduction. *Journal of Financial Services Research*, 22 (1): 5-27.

Allen, F., Santomero, A. (1996) The Theory of Financial Intermediation, Wharton Financial Institution Center Discussion Paper no. 32.

Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H., Netter, J. (1999) Merging markets. *Journal of Finance*, 52: 655-681.

Bekaert, G., Harvey, C. R. (1995) Time-varying world market integration. *Journal of Finance*, 50: 403-444.

Bekaert, G., Harvey, C. R. (2004) Country Risk Analysis, A Chronology of Important Financial, Economic and Political Events in Emerging Markets. Dostupno na: http://people.duke.edu/~charvey/Country_risk/chronology/chronology_index.htm [20. 9. 2015.]

Berger, A. N., DeYoung, R., Udell, G. F. (2000) Efficiency Barriers to the Consolidation of the European Financial Services Industry. *European Financial Management*, 6 (4): 187-229.

Brynjolfsson, E., Hitt, L., Yang, S. (2001) Intangible assets: how the interaction of computers and organization structure affects stock market valuations, NBER Working Paper, 2001.

Carson, J. (2011) Self regulation in securities market, Svjetska banka, Policy Research WP 5542.

Chesini, G. (2007) From demutualization to globalization: new challenges for stock exchanges. *Interna-*

tional Review of Business Research Papers, 3 (5): 146-160.

Choi, S. J., Guzman, A. T. (2001) Choice and Federal Intervention in Corporate Law. *Virginia Law Review*, 87: 961-992.

Christiansen, H., Koldertsova A. (2009) The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance. OECD, Financial Market Trends, 2009/1.

Clayton, M., Jorgansen B., Kavajecz, K. (2000) On the Formation and Structure of International Exchanges, AFA 2001 New Orleans; NYU Ctr for Law and Business Research Paper No.00-08; RLW Center Working Paper No. 22-99.

Coffee, J. C. (2002) Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective, Columbia Law and Economics Working Paper No. 192.

Cybo-Ottone, A., Di Noia, C., Murgia, M. (2000) Recent developments in the structure of securities markets. Brookings-Wharton Papers on Financial Services, The Brookings Institutions, Washington, DC.

De Haan, J., Oosterloo S., Schoemaker, D. (2009) *European Financial Markets and Institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.

De Smidt M., Van Rietbergen, T. (2002) Stock markets for sale: European Integration and the consolidation of stock exchanges. *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie*, 93 (2): 208-213.

Di Noia, C. (1998) Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access, Center for Financial Institutions Working Papers 98-03, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

Domowitz, I. (2001) Liquidity, Transaction Costs and Reintermediation in Electronic Markets, eBusiness Research Center, Working Paper.

Domowitz, I., Steil, B. (1999) Automation, trading costs, and the structure of the trading services industry, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, The Brookings Institutions, Washington, DC.

Economides, N. (1996) The economics of networks. *International Journal of Industrial Organization*, 16 (4): 675-699.

Europska komisija: Investemnt Service Directive. Dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993L0022&from=EN> [20. 9. 2015.].

Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*. Cambridge University Press.

Fleckner, A. M. (2006) Stock Exchanges at the Crossroads. *Fordham Law Review*, 74: 2541-2620.

Hart, O., Moore, J. (1996) The Governance of Exchanges: Member's Cooperatives versus Outside Ownerships. *Oxford Review of Economic Policy*, 12 (4): 53-69.

Hasan I., Malkamäki, M. (2001) Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective. *Journal of Banking and Finance*, 25: 2339-2366.

Hasan I., Malkamäki, M., Schmiedel, H. (2003) Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence. *Journal of Banking and Finance*, 27: 1743-1773.

Hasan I., Schmiedel, H. (2004) Networks and equity market integration: European evidence. *International Review of Financial Analysis*, 13: 601-619.

Huddart, S., Hughes, J., Brunnenmeier, M. (1998) Disclosure Requirements and Stock exchange Listing Choice in an international Context. *Journal of Accounting and Economics*, 26: 237-269.

Jain, P. K. (2005) Financial Market Design and the Equity Premium: Electronic versus Floor Trading. *The Journal of Finance*, 60 (6): 2955-2985.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998) Law and finance. *Journal of Political Economy*, 10: 1113-1155.

Langevoort, D. C. (2005) Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience, Georgetown Public Law Research Paper No. 624582; ECGI - Law Working Paper No. 41/2005.

Lee, R. (2002) The future of securities exchanges. Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1–33.

Macey, J. R., O'Hara, M. (1999) Globalisation, Exchange Governance and the future of exchanges, Brookings-Wharton: Papers on Financial Services.

Malkamaki, M., Topi, J. (1999) Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement, Bank of Finland, Discussion Paper, 4/99.

Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2006) *Financial Markets and Institutions*. Boston: Pearson Addison Wesley

Morawski, A. (2007) The Role of Financial Intermediaries and the Increased Need for Regulation of Financial Markets, EC 247 – Financial Instruments and Capital Markets Term Paper

Mylonas, P., Schich, S., Wehinger, G. (2000) A Changing Financial Environment and the Implications for Monetary Policy, OECD Working Paper No. 243.

Otchere I., Abou-Zied, K. (2008) Stock exchange demutualization, self-listing and performance: The case of the Australian Stock Exchange. *Journal of Banking & Finance*, 32: 512–525.

Otchere, I. (2006) Stock exchange self-listing and value effects. *Journal of Corporate Finance*, 12 (5): 926–953.

Pagano, M., Röell, A. A., Zechner, J. (2002) The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? *Journal of Finance*, 57 (6): 2651–2694.

Pirrong, C. (1999) The organization of financial exchange markets: theory and evidence. *Journal of Financial Markets*, 2: 329–357.

Ramos, S. B. (2003) Competition Between Stock Exchanges: A Survey. FAME Research Paper No. 77.

Romano, R. (1998) Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation. *Yale Law Journal*, 107: 2359–2430.

Romano, R. (2001) The Need for Competition in International Securities Regulation, Yale ICF Working Paper No. 00-49; Yale Law & Economics Research Paper No. 258.

Schmiedel, H. (2003) Technological development and concentration of stock exchanges in Europe. *Research in Banking and Finance*, 3: 381–408.

Serifsoy, B., Tyrell, M. (2007) Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization - Theory and Empirical Evidence. Center for Financial Institutions Working Papers 98-03, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania. Dostupno na: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/06/0617.pdf>. [21. 8. 2015.].

Shammo, P. (2008) Regulating Transatlantic Stock Exchanges. *International and Comparative Law Quarterly*, 57: 827–862.

Skeet, H. (2008) *The Future of Financial Exchanges*. Oxford: Elsevier.

Steil, B. (2002) Building a Transatlantic Securities Market, International Securities Market Association (ISMA) i Council on Foreign Relations. Dostupno na: http://www.cfr.org/publication/8282/building_a_transatlantic_securities_market.html# [27. 7. 2015.].

Tung, F. (2002) From Monopolists to Markets?: A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation. *Wisconsin Law Review*, 6: 1363–1434.

Barbić, T.

Suvremeni aspekti tržišta kapitala